

Andrzej Dżuryk*

List zastawny jako przykład bezpiecznego hipotecznego instrumentu finansowego

Wstęp

Niniejszy artykuł stanowi próbę systematyzacji podstaw wiedzy na temat hipotecznych listów zastawnych. Został w nim dokonany przegląd aparatu pojęciowego związanego z tym zagadnieniem. Zidentyfikowano unikalny charakter listu zastawnego, jakim jest zasada podwójnego regresu, która implikuje jego wysokie bezpieczeństwo. Wskazano również na inne walory tych instrumentów, mające pozytywny wpływ na stabilność całego systemu finansowego.

1. Definicje i rodzaje listów zastawnych

Nie wypracowano dotąd w praktyce formalnej definicji listu zastawnego. Pośrednio definiuje go dyrektywa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe [dyrektywa, 1985]. W ramach konsultacji dotyczących harmonizacji rynku listów zastawnych w Unii Europejskiej (UE) próbę formalizacji tego pojęcia na gruncie prawnym podjęła Komisja Europejska (KE) [Consultation, 2015]. W Polsce definicje listu zastawnego wynikają z ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Encyklopedia zarządzania definiuje list zastawny jako papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, emitowany przez bank hipoteczny dla refinansowania swojej działalności [https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne]. Według *Encyklopedii PWN* list zastawny to rodzaj listu kredytowego, tj. zobowiązania wystawcy listu do uregulowania należności w określonym terminie [<https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/list%20zastawny.html>]. Według tej definicji list zastawny jest papierem wartościowym stałoprocentowym, który emitują instytucje kredytowe. Jest on lokowany przez te instytucje na rynkach pieniężnych w celu zdobycia środków na prowadzenie działalności kredytowej. Z kolei definicja *Encyklopedii Gazety Prawnej* określa list zastawny jako papier wartościowy, emitowany przez bank hipoteczny, który może być imienny lub na okaziciela i ma zwykle stałe oprocentowanie i jest przedmiotem obrotu giełdowego [http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html].

* Dr, Katedra Bankowości i Finansów, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, andrzej.dzuryk@ug.edu.pl

Stwierdza on zobowiązanie, które ma bank hipoteczny do wypłaty oznaczonej sumy pieniędzy w określonym terminie i wypłacenia odsetek od tej sumy okazicielowi, w określonych umową terminach i wysokości. Listy zastawne są gwarantowane własnym majątkiem emitenta i są sposobem na pozyskanie kapitałów przez bank hipoteczny, które są następnie pożyczane inwestorom w celu realizacji projektów inwestycyjnych pod zastaw hipoteczny. List zastawny jest nominowany w złotych lub w walucie obcej.

Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego [Raport, 2013, s. 6] określa listy zastawne jako instrumenty spełniające kryteria obligacji zabezpieczonych emitowane przez banki hipoteczne. Podstawę emisji i zabezpieczenie stanowią wierzytelności banku z tytułu udzielonych kredytów hipotecznych, wpisane do rejestru zabezpieczeń listów zastawnych. Listy zastawne służą długoterminowemu refinansowaniu portfeli kredytowych. Gorlecka definiuje listy zastawne jako dłużne papiery wartościowe emitowane wyłącznie przez banki hipoteczne [Gorlecka, 2006, s. 111–113]. Obligacje te płatne są w określonych terminach i reprezentują wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone. Bank hipoteczny zobowiązuje się wobec nabywcy obligacji do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych, obejmujących wypłatę odsetek i wykup obligacji, w terminach i w sposób określony w warunkach emisji. W przypadku emisji materialnej obligacje są przechowywane w depozycie u depozytariusza emisji. Hipoteczny list zastawny stanowi ściśle określony stosunek prawny i zawiera precyzyjnie określony katalog elementów. W sytuacji braku któregoś z wymaganych elementów instrument taki nie jest hipotecznym listem zastawnym [Pietrasik, Laskowski, 2001, s. 203]. Katalog wymaganych elementów obejmuje poniższy wykaz [https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne]:

- nazwę „hipoteczny list zastawny” i podstawę emisji;
- nazwę i siedzibę emitującego banku hipotecznego;
- serię i numer hipotecznego listu zastawnego;
- wartość nominalną i datę (od której naliczane jest oprocentowanie), wielkość oprocentowania, terminy płatności odsetek, datę wykupu listu zastawnego oraz miejsce płatności i warunki wykupu;
- informację, że bank hipoteczny może dokonać umorzenia listu zastawnego przed terminem wykupu po upływie 5 lat od dnia emisji (gdy termin wykupu jest dłuższy niż 5 lat);
- informację, że nabywca listu zastawnego nie posiada prawa do przedstawienia go do wcześniejszego wykupu;
- miejsce i datę wystawienia listu zastawnego;
- podpisy osób reprezentujących bank hipoteczny i uprawnionych do zaciągania zobowiązań w jego imieniu oraz podpis powiernika;

List zastawny stanowi szczególne narzędzie pozyskiwania środków pieniężnych przeznaczonych na długoterminowe finansowanie [Gorlecka, 2009, s. 149–162], powiązane z rzeczowym zabezpieczeniem w formie hipoteki obciążającej określoną nieruchomość, która stanowi majątkowe zabezpieczenie spłaty kredytu [Heropolitańska, Michalski, 2001, s. 372]. Według Lisa listy zastawne to papiery wartościowe, o charakterze imiennym lub na okaziciela, których podstawą emisji są wierzycielności instytucji kredytowych, które są zabezpieczone hipoteką i/lub gwarancjami albo poręczeniami rządu, banku centralnego, organizacji międzynarodowej lub jednostki samorządu terytorialnego [Lis, 2010, s. 123–138]. Wskazuje on na dwa podstawowe rodzaje listów zastawnych: hipoteczne oraz publiczne [Pietrasik, Rykowski, 2000]. Listy hipoteczne są wykorzystywane do refinansowania własnych kredytów oraz wierzycielności zakupionych od innych banków. W obu tych przypadkach wierzycielności te są zabezpieczone hipoteką. Refinansowanie za pomocą listów hipotecznych nie może przekroczyć 60%¹ bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Z kolei wartość pozostających w obrocie listów zastawnych nie może przekraczać 40-krotności funduszy własnych banku hipotecznego². Nie mogą stanowić podstawy emisji hipotecznych listów zastawnych wierzycielności zabezpieczone hipotecznie dla nieruchomości, w przypadku których eksploatacja nie ma trwałego charakteru (szczególnie złoża kopalin). Hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym, którego podstawą emisji są wierzycielności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami. List zastawny jest zobowiązaniem banku hipotecznego do wypełnienia określonych świadczeń pieniężnych w stosunku do uprawnionego³. Zobowiązania te obejmują wypłatę odsetek i wykup listów zastawnych w terminach i w sposób określonych w emisji. Hipoteczny list zastawny może emitować jedynie bank hipoteczny⁴. List hipoteczny jest nominowany w złotych albo w walucie obcej (w rozumieniu przepisów polskiego prawa dewizowego). Hipoteczny list zastawny może być emitowany jako dokument albo w postaci zdematerializowanej w formie zapisu komputerowego. W przypadku formy elektronicznej w świadectwie depozytowym albo w innym dokumencie wydanym kupującemu muszą znaleźć się wszystkie ustawowo wymagane dane. Hipoteczny list zastawny może być także

¹ Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 2015 r. podniosła poziom refinansowania do 80% dla detalicznych kredytów hipotecznych, zachowując poziom 60% dla pozostałych kredytów hipotecznych.

² Według ich wartości nominalnej.

³ Taką samą definicję hipotecznego listu zastawnego podaje GUS za ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych [<http://stat.gov.pl/metainformacje/sownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2274,pojecie.html>].

⁴ Według polskiej legislacji. Legislacje innych krajów dopuszczają emisje listów zastawnych w ramach innych rozwiązań prawnych (np. model banku uniwersalnego lub spółki celowej).

emitowany w zbiorowych odcinkach. Publiczne listy zastawne są regulowane przez przepisy dotyczące listów hipotecznych, z wyjątkiem zapisów odnoszących się do zabezpieczenia hipotecznego [Kanigowski, 2001; Jaworski, Zawadzka, 2001; Lis, 2010; Drewicz-Tułodziecka, Stocker, 2000, s. 120; Ofiarski, 2008, s. 198–200].

Publiczne listy zastawne emituje się na bazie wierzytelności kredytowych, gdzie kapitał oraz odsetki zabezpieczone są gwarancją lub poręczeniem przez [Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, b.d.]:

- jednostki samorządowe,
- Skarb Państwa,
- Narodowy Bank Polski,
- rząd lub bank centralny państwa członkowskiego Unii Europejskiej,
- Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju,
- Europejski Bank Centralny,

a także na bazie kredytów udzielonych tym podmiotom. W obszarach, które nie są regulowane przez ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a w szczególności w kwestii zasad emisji, obrotu i wykupu listów zastawnych, mają zastosowanie: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [ustawa, 2005a], ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [ustawa, 2005b] oraz ustawa o obligacjach [ustawa, 2015]. Szczególny tryb i warunki wprowadzenia do publicznego obrotu listów zastawnych może, w drodze rozporządzenia, ustalić Rada Ministrów.

Definicje listów zastawnych zaprezentowane powyżej przedstawiają dużą zbieżność i spójność. Krajowa literatura definiuje list zastawny w odniesieniu do obowiązującej polskiej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Definicje te identyfikują dwa podstawowe rodzaje listów zastawnych, tj. listy hipoteczne oraz listy publiczne. W UE istnieją także inne typy listów zastawnych, np. morskie listy zastawne, popularne w Niemczech i Danii. Jednakże to właśnie hipoteczne listy zastawne konstrytuują trzon rynku listów zastawnych.

Główną ułomnością przedstawionych definicji jest pomijanie przez nie fundamentalnej cechy listów zastawnych, którą jest zasada podwójnego regresu, implikująca ich bardzo wysoką jakość kredytową. List zastawny jest refinansującą obligacją średnio- lub długoterminową, charakteryzującą się wysoką jakością kredytową, mającą swe źródło głównie w mechanizmie podwójnego regresu, którą emituje się pod zabezpieczenie, własnych lub nabytych, wydzielonych wysokiej jakości aktywów.

2. Atrybuty listów zastawnych

Listy zastawne cechują się niskim ryzykiem inwestycyjnym i wysokim bezpieczeństwem. Wysokie bezpieczeństwo determinuje przede wszystkim silne zabezpieczenie kredytów będących podstawą emisji listów zastawnych, z określoną ustawowo⁵ maksymalną wartością wskaźnika określającego stosunek wielkości kredytu do wartości zabezpieczenia (*loan to value* – LTV). Dodatkowo banki hipoteczne bardziej konserwatywnie wyceniają nieruchomości będące przedmiotem zabezpieczenia. Wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych wspiera także przyjęty w Polsce specjalistyczny model bankowości hipotecznej, ograniczający ich zakres działalności, zmniejszając ryzyko braku wypłacalności emitenta. Wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych zapewnia również pozostawianie aktywów w bilansie banku emitenta. Rentowność listów zastawnych jest funkcją jakości kredytowej: samych aktywów, emitenta oraz kraju emisji. Niski poziom ryzyka kredytowego tych instrumentów wspiera ustawowy obowiązek emitenta do zapewnienia wielostopniowego zabezpieczenia ich emisji i obrotu. Mechanizm podwójnego regresu, jak i cała obudowa regulacyjno-proceduralna, powodują, że list zastawny jest instrumentem charakteryzującym się najwyższym poziomem bezpieczeństwa inwestycyjnego, czego empiryczne potwierdzenie stanowi jego czysta historia kredytowa. Odmowa wykupu nie miała dotąd miejsca przez ponad 200 lat istnienia tych instrumentów.

Kraje regulujące hipoteczny list zastawny ustawowo chronią jego nazwę. Często przyjęte nazewnictwo podkreśla charakter dłużny tego instrumentu i podkreśla powiązanie między aktywną i pasywną działalnością instytucji kredytowej. Wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych, które determinuje szereg ustawowych ograniczeń, a szczególnie zamknięty katalog czynności banku hipotecznego, sprawia, że przychody z emisji listów zastawnych mogą służyć jedynie finansowaniu hipotecznej akcji kredytowej. Nadzór nad bankami hipotecznymi jest głębszy aniżeli tradycyjny nadzór nad bankami uniwersalnymi. Bank hipoteczny ma swojego dedykowanego powiernika zewnętrznego i zastępcę, którzy nie mogą być zatrudnieni przez bank hipoteczny. Są oni ustanowieni i odwoływani przez Komisję Nadzoru Finansowego. Funkcję tę może sprawować osoba fizyczna spełniająca wymóg niezależności. Musi się ona legitymować ściśle określonymi kwalifikacjami, które dają rękojmię rzetelności wykonywania

⁵ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych określa, iż ogólna kwota wierzytelności z tytułu czynności, o których mowa w art. 12 pkt 1 i 3, w części przekraczającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, nie może przekroczyć 30% ogólnej kwoty wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką. Wysokość pojedynczego kredytu zabezpieczonego hipoteką nie może przekroczyć bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości [ustawa, 1997, art. 13].

powierzonych obowiązków. Podstawowa rola powiernika obejmuje [Gorlecka, 2006]:

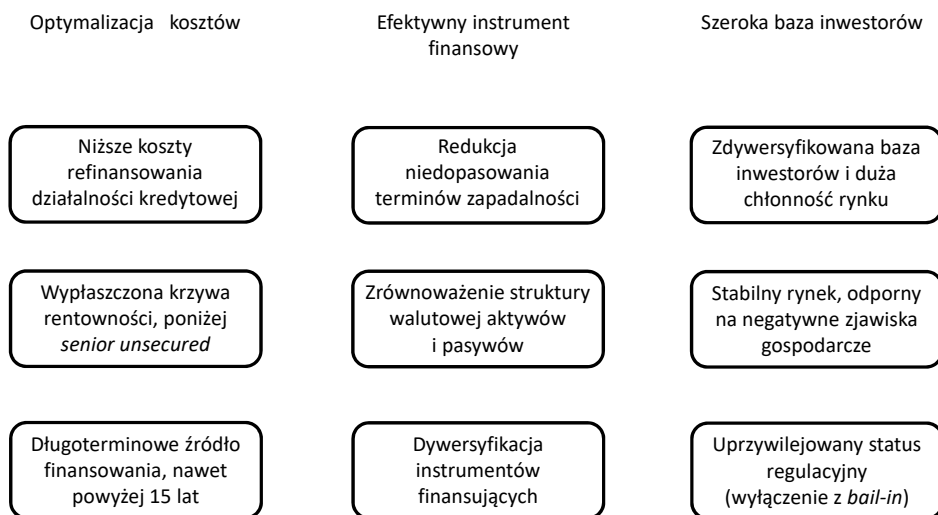
- zapewnienie prawidłowości wpisów do rejestru zabezpieczeń,
- poprawne ustalenie bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości (w ramach zatwierdzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego regulaminu wyceny nieruchomości) oraz
- zachowanie zgodności zabezpieczeń pozostających w obrocie listów zastawnych z rygorami prawnymi.

Inwestor, który kupił list zastawny, ma pełen regres w stosunku do emitenta. Prawo to ma charakter bezwarunkowy, nieograniczony i ma status pierwszeństwa. Listy zastawne wykazywane są w bilansie emitenta. Emitent obowiązkowo prowadzi i przechowuje rejestr zabezpieczeń listów zastawnych. Rejestr zabezpieczeń ewidencjonuje indywidualne wierzytelności emitenta, stanowiące podstawę emisji listów zastawnych. Jeżeli bank hipoteczny refinansuje kredyty o różnym pochodzeniu, to pierwszeństwo przed posiadaczami niezabezpieczonych papierów wartościowych mają posiadacze listów zastawnych. W przypadku upadłości banku hipotecznego środki uzyskane z tytułu egzekucji wierzytelności znajdujących się w rejestrze zabezpieczeń mogą służyć jedynie zaspokojeniu roszczeń posiadaczy listów zastawnych [Lis, 2010].

List zastawny jest typowym przykładem obligacji zabezpieczonej (*covered bond*). Oznacza to dłużny papier wartościowy cechujący się tym, że jego wykup jest zabezpieczony dedykowaną, wyodrębnioną pulą aktywów, pozostającą w bilansie emitenta. Struktura ta powoduje, że inwestorowi przysługuje prawo do podwójnego regresu: wobec emitenta i wydzielonej puli aktywów. Mechanizm podwójnego regresu to cecha, która odróżnia list zastawny od klasycznych obligacji, gdzie zwykle występuje jedynie zobowiązanie osobiste emitenta wobec obligatariusza do zwrotu kapitału i zapłaty odsetek. W przypadku listu zastawnego zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty (do wartości całego majątku) oraz rzeczowy (do wartości wyodrębnionych aktywów stanowiących zabezpieczenie). Inwestorowi przysługuje prawo do zaspokojenia roszczeń tak z majątku emitenta, jak i z wysoko jakościowych aktywów, które są monitorowane przez niezależnego powiernika. W pierwszym rzędzie emitent odpowiada do wysokości kwoty kapitału i odsetek osobiście za zobowiązania wynikające z emisji. Jeżeli zaspokojenie roszczeń wierzyciela przez dłużnika nie jest możliwe, inwestor ma prawo do zaspokojenia się z wyodrębnionego w tym celu majątku. Mechanizm ten powoduje, że minimalizuje się w ten sposób ryzyko nieodzyskania przez inwestora należności i przeniesienia skutków braku wypłacalności emitenta na inne podmioty w ramach systemu finansowego. Z kolei zapewnienie ciągłości rozliczeń stanowi fundament

stabilności rynku finansowego. Wysokie standardy regulacyjne listów zastawnych, zapewniające mechanizm podwójnego regresu, w sposób istotny wpływają na zachowanie stabilności systemu finansowego. Poza stabilizacją systemu finansowego listy zastawne zapewniają szereg innych korzyści [Materiały, 2014] (rys. 1).

Rysunek 1. Korzyści listów zastawnych

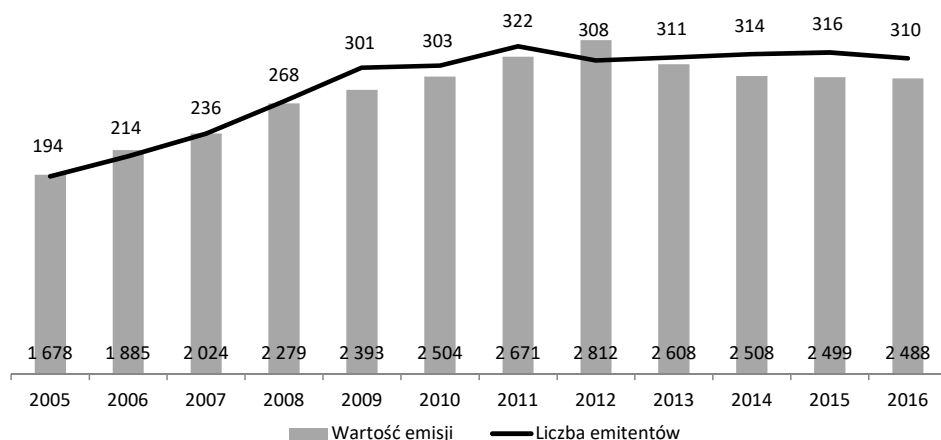


Źródło: Opracowanie własne.

Historycznie europejskie listy zastawne to głównie inwestycje w nieruchomości. Rodzaj listu zastawnego określa prawne zabezpieczenie spłaty kredytu. Hipoteczny list zastawny zabezpiecza hipoteka, a publiczny list zastawny zabezpiecza gwarancja lub poręczenie instytucji publicznej. Emisje listów zastawnych w Europie różnią się regulacjami prawnymi i strukturą organizacyjną emitenta, powodując dużą różnorodność modeli emisji listów zastawnych. W każdym z tych przypadków zachowany jest jednak podstawowy walor tego instrumentu, a mianowicie zasada podwójnego regresu.

Niezależnie od tego, że list zastawny nie ma bezpośredniej i jednolitej regulacji w UE, to w okresie globalnego kryzysu finansowego, wskutek dużego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych, rynek ten znacząco urósł w latach 2005–2012, stabilizując się w ostatnich latach na poziomie 2,5 bln euro (rys. 2) [Kälberer, 2013; 2017].

Rysunek 2. Kapitalizacja rynku listów zastawnych na świecie w latach 2005–2016 (w mld EUR)



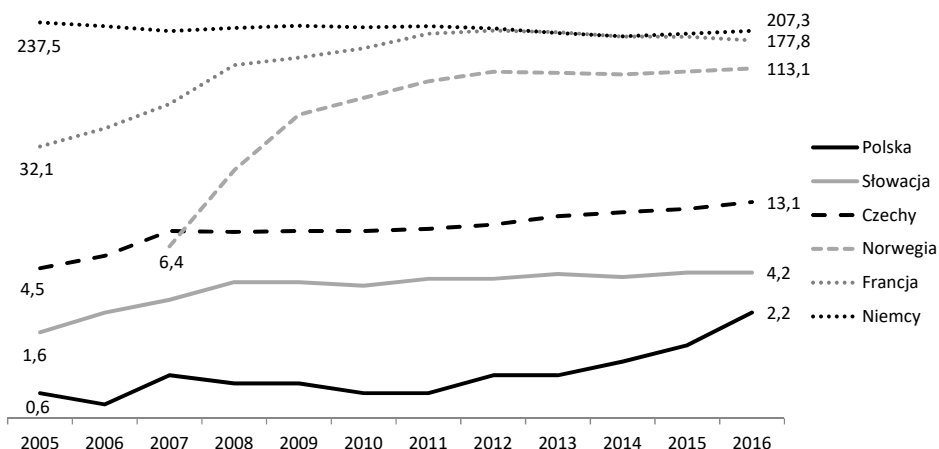
Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kälberer, 2017, s. 588].

To właśnie, przede wszystkim, zasada podwójnego regresu i związane z nią otoczenie regulacyjne, potwierdzające wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych, przyczyniło się do ich dynamicznego rozwoju, w czasie kiedy inne klasy aktywów traciły swoją płynność i zainteresowanie inwestorów. Duży popyt zgłaszany przez inwestorów instytucjonalnych wymógł zmiany legislacyjne w wielu jurysdykcjach europejskich, co przyczyniło się do zwiększenia konkurencyjności listów zastawnych wobec amerykańskich papierów wartościowych opartych o aktywa⁶, o istotnie niższej strukturalnie jakości kredytowej.

W tym samym czasie polskie listy zastawne, pomimo przyjęcia stosownego aktu prawnego w 1997 r. [ustawa, 1997] przywracającego je do polskiego rynku kapitałowego, praktycznie się nie rozwinęły (rys. 3). Jako przyczynę można wskazać fakt, że polski rynek finansowy nie został bezpośrednio dotknięty kryzysem, co stymulowało dynamiczny wzrost rynku listów zastawnych w innych krajach. Poza tym wprowadzone regulacje krajowe nie zapewniły wystarczających warunków dla jego istotnego rozwoju i pozostaje on nadal dalece nierozwinięty w porównaniu z rynkami innych krajów europejskich, także w porównaniu z krajami Europy Środkowej, jak Czechy czy Słowacja – o dużo mniejszym potencjale emisyjnym, wynikającym z wielkości populacji tych krajów.

⁶ *Asset Based Securities* (ABS) oraz *Mortgage Based Securities* (MBS).

Rysunek 3. Rynek listów zastawnych w wybranych krajach EOG w latach 2005–2016 (w mld EUR)



Wielkość rynku przedstawiono w skali logarytmicznej.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Kälberer, 2017, s. 595–614].

Zakończenie

Wysoka jakość kredytowa listów zastawnych jest wynikiem szerokiego katalogu atrybutów formalnoprawnych, z których najważniejszym jest mechanizm podwójnego regresu. Wyjątkowe bezpieczeństwo listów zastawnych potwierdza długa nienaganna historia kredytowa. W efekcie listy zastawne są bardzo dobrze postrzegane przez inwestorów. Stanowią one stabilne narzędzie do finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych. Dynamiczny rozwój rynku listów zastawnych w czasie ostatniego globalnego kryzysu finansowego jest następnym ważnym argumentem empirycznym świadczącym o jego odporności na niesprzyjające otoczenie makroekonomiczne. Listy zastawne nie tylko mają korzystny wpływ na stabilność systemu finansowego, zapewniając ciągłość rozliczeń, ale także stymulując i będąc katalizatorem obrotu innych nieskarbowych instrumentów dłużnych o strukturalnie niższej jakości kredytowej.

Literatura

Consultation Document. Covered Bonds in the European Union (2015), European Commission, Brussels, 30 September, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf.

Drewicz-Tułodziecka A., Stocker O.M. (2000), *Komentarz do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa.

- Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, Dz.U. WE L 375/3, 31.12.1985 r., z późn. zm.
- Encyklopedia Gazety Prawnej*, http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html, dostęp: 30.07.2018.
- Encyklopedia PWN*, <https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/list%20zastawny.html>, dostęp: 30.07.2018
- Encyklopedia Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/List_hipoteczny, dostęp: 30.07.2018.
- Gorlecka E.B. (2009), *Hipoteczny list zastawny jako instrument finansujący działalność banków hipotecznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 802.
- Gorlecka E.B. (2006), *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 725.
- Heropolitańska I., Michalski M. (2001), *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa.
- Jaworski W., Zawadzka Z. (ed.) (2001), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa.
- Kälberer W. (ed.) (2013), *2013 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council Publication, 8th Edition, Brussels, September.
- Kälberer W. (red.) (2017), *2017 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council Publication, 12th Edition, Brussels, August.
- Kanigowski K. (2001), *Bank hipoteczny a rynek nieruchomości*, Twigger, Warszawa.
- Lis P. (2010), *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości hipotecznej*, w: A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, CeDeWu, Warszawa.
- Materiały VII Kongresu Bankowości Detalicznej (2014), Warszawa.
- Ofiarski Z. (2008), *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Pietrasik A., Laskowski A. (2001), *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego*, Twigger, Warszawa.
- Pietrasik A., Rykowski R. (2000), *Hipoteczny list zastawny*. Zakamycze, Kraków.
- Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, <http://stat.gov.pl/metainformacje/sloownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej>, dostęp: 30.07.2018.
- Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2013.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 512 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 483 z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1771 z późn. zm.

Streszczenie

Mimo braku formalnej, ogólnie przyjętej definicji listu zastawnego oraz mimo braku jednorodności przyjętych rozwiązań systemowych w różnych jurysdykcjach rynek tych instrumentów istotnie rozwinął się w ostatnich kilkunastu latach, czemu nie przeszkodził nawet globalny kryzys finansowy. W Stanach Zjednoczonych rozwinęły się inne instrumenty hipoteczne, charakteryzujące się pozabilansowym charakterem, niską jakością kredytową i wysokim ryzykiem. W efekcie były one jedną z przyczyn wybuchu i transmisji globalnego kryzysu finansowego. W odróżnieniu od nich listy zastawne nie tylko zapewniły stabilne źródło długoterminowego finansowania dla europejskich instytucji finansowych udzielających kredytów hipotecznych, ale także stanowiły mechanizm odblokowujący brak płynności innych instrumentów dłużnych, w trakcie trwania globalnego kryzysu finansowego. Podstawową cechą wyróżniającą listy zastawne od innych dłużnych instrumentów hipotecznych jest ich wysokie bezpieczeństwo inwestycyjne wynikające przede wszystkim z zasady podwójnego regresu. Inwestor ma prawo regresu zarówno do emitenta, jak i do wydzielonej puli aktywów o wysokiej jakości, stanowiących zabezpieczenie emitowanych listów zastawnych. Mechanizm ten potwierdził swoją skuteczność i listy zastawne w całej swojej ponad 200-letniej historii były zawsze wypłacalne. Zapewniając ciągłość rozliczeń i długoterminowego finansowania, nawet w skrajnie negatywnych warunkach rynkowych, listy zastawne są jednym z fundamentów stabilnego systemu finansowego.

Słowa kluczowe

hipoteczny list zastawny, publiczny list zastawny, bank hipoteczny, stabilność finansowa, stabilność systemu finansowego

Covered bond as an example of secure mortgage based financial instrument (Summary)

Despite of lack of formal, generally accepted, definition of covered bond and despite of lack of universal systemic solutions among diverse jurisdictions, covered bond market has significantly developed in the last years. Even global financial crisis did not stop this growth. US market developed different mortgage instruments characterized by off-balance sheet treatment, low credit quality and high risk. As a result those instruments were one of sources and transmitters of global financial crisis. In contradiction, covered bonds provided stable source of long term financing to European financial institutions offering mortgage loans. Moreover, they were opening non liquid markets to other debt instruments, during global financial crisis. The key element differentiating covered bonds from other mortgage debt instruments is their high investment security, resulting mainly from double recourse mechanism. An investor has a recourse both to the issuer as well as to a separated pool of high quality assets, constituting a coverage pool of mortgage bonds issued. This mechanism has proved its effectiveness. During

over 200 years of market presence, covered bonds have never defaulted. Enabling continuity of financial settlements and long term funding, even during extremely negative market conditions, covered bonds are one of the pillars of a stable financial system.

Keywords

mortgage covered bond, public covered bond, mortgage bank, financial stability, financial system stability